云铝股份(000807)/工业金属 收购曲靖铝业，迈入发展新高度

评级：买入(维持)

市场价格：13.32

目标价格：20

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

电话：021-20315185

Email：xiehh@r.qlzq.com.cn

联系人：张强

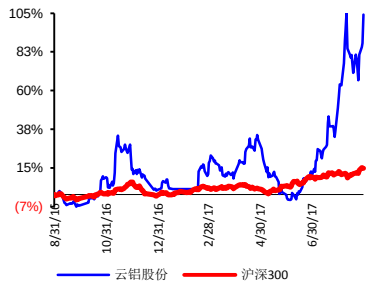
电话：0755-22660869

Email：zhangqiang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,607
流通股本(百万股)	1,722
市价(元)	13.32
市值(百万元)	34,723
流通市值(百万元)	22,935

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	15,852	15,543	16,752	28,872	35,829
增长率 yoy%	-18.72%	-1.95%	7.78%	72.35%	24.10%
净利润	29	111	977	3,403	4,840
增长率 yoy%	105.93%	276.03%	783.75%	248.39%	42.23%
每股收益（元）	0.02	0.04	0.37	1.31	1.86
每股现金流量	1.62	0.35	1.24	2.96	3.49
净资产收益率	0.52%	1.19%	10.32%	28.17%	29.99%
P/E	464	158	35.55	10.20	7.17
PEG	4.38	0.57	0.05	0.04	0.17
P/B	2	2	3.67	2.87	2.15

备注：

投资要点

- **事件：公司公告拟以 3500 万左右的现金对价从东源煤业收购曲靖铝业 94.3%股权；曲靖铝业目前拥有 38 万吨电解铝产能。**

- **“短时间、低成本”产能迅速扩张 30%以上：**由于曲靖铝业资不抵债以及连续大额亏损，此次收购对价约为 3500 万。收购完成后，公司电解铝运行产能将从目前的 120 万吨升至 160 万吨。

- **曲靖铝业盈利能力有望明显提升：**由于生产成本偏高、债务压力大等原因曲靖铝业一直处于亏损状态，根据 2016 年 1-10 月经营数据，我们推算公司电解铝生产成本约为 1.4 万元/吨（含税），明显高于行业平均水平。随着云铝的收购，曲靖铝业有望与云铝从电力、人工、原料、管理等多方面形成规模和协同效应；同时东源煤业之前的债转股使其负债率从 303%下降至 57%，财务压力已经大幅减少。通过一系列举措，曲靖铝业“轻装上阵”，盈利能力有望明显提升。

- **往后看，电解铝产能或将“翻倍”，行业地位进一步巩固：**后续通过扶贫项目鹤庆溢鑫（21.04 万吨）、昭通海鑫（70 万吨）的扩建，以及当前将要收购的曲靖铝业（38 万吨），公司电解铝总产能将达到 250 万吨规模，较当前 120 万吨电解铝产能增长 1 倍以上，权益产能达到 180 万吨左右。

- **更重要的是，全产业链布局，成本优势也将进一步提升，这包括：**

  1） **上游铝土矿资源逐步扩大：**全资子公司文山铝业有资源储量约 1.7 亿吨，预计十三五期间将实现增储 3 亿吨；积极推进收购老挝中老铝业 51%股权，目前掌控老挝南部波罗芬高原现已探获的铝土矿资源 1.4 亿吨。

  2） **氧化铝扩产稳步推进：**文山铝业 60 万吨/年氧化铝提产增效项目已进入尾声，预计三季度内实现正式投产，氧化铝产能将达到 140 万吨/年。推进中的其他氧化铝项目还包括老挝中老铝业 100 万吨氧化铝及配套矿山项目。当然从氧化铝自给率来看，由于收购曲靖铝业，氧化铝自给率仍稳定在 40%左右。

  3） **碳素自给率或逐渐达到 100%：**源鑫碳素二期 35 万吨/年项目进程已经达到 79%；完全达产后，阳极产能将达到 85 万吨/年，可满足 170 万吨电解铝生产，自给率达到 100%左右。

- **产能扩张叠加原料自给率提升，综合盈利能力不断加强：**按照我们的模型，完成收购曲靖铝业、昭通海鑫一期建设、以及氧化铝、碳素等自给量提升后（预计在 2018 年完成），铝价每上涨 1000 元，净利润约增加 6.5 亿元，EPS 增厚 0.25 元。

- **盈利预测及投资建议：**按照 2017/2018/2019 年电解铝均价分别为 15000/17000/18000 元/吨，氧化铝/电解铝比率为 18%的假设，公司净利润分别为 9.8/34.0/48.4 亿元，EPS 分别为 0.37/1.31/1.86 元，目前对应的 PE 为 36x/10x/7x。公司通过独有的“水电铝”模式，依靠稳步提升的电解铝产量及资源自给量，将充分享受这一轮电解铝供给侧改革带来的“逆转”周期，维持“买入”评级！

- **风险提示事件：**该收购尚需提交股东大会审议，以及建设项目不达预期，电解铝供给侧改革不达预期及宏观经济波动的风险。

图表： 公司财务报表及预测

损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**19,504**	**15,852**	**15,543**	**16,752**	**28,872**	**35,829**
增长率	*30.65%*	*-18.7%*	*-1.9%*	*7.8%*	*72.3%*	*24.1%*
营业成本	-18,619	-14,735	-13,341	-13,226	-20,628	-24,338
% 销售收入	*95.5%*	*93.0%*	*85.8%*	*79.0%*	*71.4%*	*67.9%*
毛利	885	1,117	2,202	3,526	8,244	11,491
% 销售收入	*4.5%*	*7.0%*	*14.2%*	*21.0%*	*28.6%*	*32.1%*
营业税金及附加	-7	-18	-60	-101	-173	-215
% 销售收入	*0.0%*	*0.1%*	*0.4%*	*0.6%*	*0.6%*	*0.6%*
营业费用	-415	-434	-414	-469	-577	-609
% 销售收入	*2.1%*	*2.7%*	*2.7%*	*2.8%*	*2.0%*	*1.7%*
管理费用	-477	-457	-625	-704	-866	-1,075
% 销售收入	*2.4%*	*2.9%*	*4.0%*	*4.2%*	*3.0%*	*3.0%*
息税前利润（EBIT）	-15	209	1,103	2,253	6,627	9,592
% 销售收入	*-0.1%*	*1.3%*	*7.1%*	*13.4%*	*23.0%*	*26.8%*
财务费用	-928	-992	-799	-418	-297	-184
% 销售收入	*4.8%*	*6.3%*	*5.1%*	*2.5%*	*1.0%*	*0.5%*
资产减值损失	-145	-132	-42	-30	-30	-30
公允价值变动收益	0	0	-2	0	0	0
投资收益	70	-3	1	0	0	0
% 税前利润	*-7.3%*	*—*	*0.2%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	-1,017	-919	261	1,805	6,300	9,378
营业利润率	*-5.2%*	*-5.8%*	*1.7%*	*10.8%*	*21.8%*	*26.2%*
营业外收支	64	557	12	0	0	0
税前利润	**-953**	**-362**	**272**	**1,805**	**6,300**	**9,378**
利润率	*-4.9%*	*-2.3%*	*1.8%*	*10.8%*	*21.8%*	*26.2%*
所得税	182	-77	-65	-451	-1,575	-2,345
所得税率	*—*	*-21.3%*	*24.0%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	-771	-439	207	1,353	4,725	7,034
少数股东损益	-275	-468	96	377	1,322	2,194
归属于母公司的净利润	**-496**	**29**	**111**	**977**	**3,403**	**4,840**
净利率	*-2.5%*	*0.2%*	*0.7%*	*5.8%*	*11.8%*	*13.5%*

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	-771	-439	207	1,353	4,725	7,034
少数股东损益	0	0	0	377	1,322	2,194
非现金支出	947	1,056	1,025	1,123	1,098	1,111
非经营收益	655	997	869	418	297	184
营运资金变动	-336	1,462	-1,190	346	1,598	762
经营活动现金净流	**496**	**3,076**	**911**	**3,618**	**9,040**	**11,284**
资本开支	1,399	969	1,408	447	730	630
投资	-18	-112	-26	0	0	0
其他	44	-7	-41	0	0	0
投资活动现金净流	**-1,373**	**-1,088**	**-1,475**	**-447**	**-730**	**-630**
股权募资	0	2,370	3,634	0	0	0
债权募资	668	-1,911	-1,013	-1,615	-2,469	-1,290
其他	198	-1,518	-828	-418	-1,079	-966
筹资活动现金净流	**866**	**-1,060**	**1,793**	**-2,034**	**-3,548**	**-2,256**
现金净流量	**-12**	**928**	**1,230**	**1,137**	**4,762**	**8,398**

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1,810	3,248	4,279	5,040	8,480	14,684
应收款项	798	1,045	1,032	1,329	2,290	2,842
存货	3,127	2,363	3,249	2,536	3,956	4,667
其他流动资产	1,106	1,137	852	867	1,089	1,201
流动资产	6,841	7,793	9,412	9,772	15,815	23,394
% 总资产	*25.0%*	*26.6%*	*29.5%*	*30.9%*	*42.4%*	*52.7%*
长期投资	301	390	413	413	413	413
固定资产	17,845	18,496	19,473	19,118	18,787	18,341
% 总资产	*65.1%*	*63.1%*	*61.0%*	*60.5%*	*50.4%*	*41.3%*
无形资产	1,165	1,170	1,274	953	916	880
非流动资产	20,553	21,489	22,527	21,850	21,482	21,001
% 总资产	*75.0%*	*73.4%*	*70.5%*	*69.1%*	*57.6%*	*47.3%*
资产总计	**27,395**	**29,290**	**31,939**	**31,622**	**37,297**	**44,395**
短期借款	7,181	7,933	8,887	7,296	4,827	3,537
应付款项	5,163	7,564	7,251	7,203	11,305	13,391
其他流动负债	231	279	247	998	1,096	1,147
流动负债	12,575	15,775	16,385	15,497	17,229	18,075
长期贷款	4,799	3,237	2,305	2,305	2,305	2,305
其他长期负债	3,941	3,473	3,225	3,225	3,225	3,225
负债	**21,439**	**22,608**	**22,036**	**21,148**	**22,880**	**23,726**
普通股股东权益	4,449	5,654	9,267	9,461	12,082	16,141
少数股东权益	1,507	1,027	636	1,013	2,335	4,529
负债股东权益合计	**27,395**	**29,290**	**31,939**	**31,622**	**37,297**	**44,395**

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	-0.322	0.015	0.042	0.375	1.305	1.857
每股净资产(元)	2.890	2.978	3.555	3.629	4.635	6.192
每股经营现金净流(元)	0.322	1.620	0.350	1.243	2.960	3.487
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.300	0.300	0.300
回报率						
净资产收益率	-11.15%	0.52%	1.19%	10.32%	28.17%	29.99%
总资产收益率	-1.81%	0.10%	0.35%	3.09%	9.12%	10.90%
投入资本收益率	-0.07%	1.68%	4.98%	11.23%	38.01%	60.79%
增长率						
营业总收入增长率	30.65%	-18.72%	-1.95%	7.78%	72.35%	24.10%
EBIT增长率	-147.13%	1538.70%	428.58%	104.20%	194.13%	44.75%
净利润增长率	-3181.75%	105.93%	276.03%	783.75%	248.39%	42.23%
总资产增长率	19.84%	6.92%	9.04%	-0.99%	17.95%	19.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.2	6.5	7.2	11.0	11.0	11.0
存货周转天数	55.0	68.0	76.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	53.6	82.8	111.2	100.0	100.0	100.0
固定资产周转天数	252.2	359.8	395.7	371.6	205.0	156.1
偿债能力						
净负债/股东权益	187.55%	130.96%	74.10%	47.37%	-6.57%	-40.84%
EBIT利息保障倍数	0.0	0.2	1.4	5.4	22.3	52.1
资产负债率	78.26%	77.19%	68.99%	66.88%	61.34%	53.44%

源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。